

友阿股份 (002277)

严格费用管控, 业绩符合预期

推荐 (维持)

现价: 8.98 元

主要数据

行业	平安商贸
公司网址	www.your-mart.cn
大股东/持股	湖南友谊阿波罗控股股份有限公司/12.16%
实际控制人/持股	68 位自然人股东 /2.78%
总股本(百万股)	559
流通 A 股(百万股)	559
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	50.17
流通 A 股市值(亿元)	50.17
每股净资产(元)	1.1
资产负债率(%)	16.5

行情走势图



证券分析师

耿邦昊

投资咨询资格编号
S1060512070001
0755-22625433
gengbanghao458@pingan.com.cn

徐 问

投资咨询资格编号
S1060513050003
0755-22622625
xuwen007@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

事项: 友阿股份 8 月 25 日晚发布 2013 年半年报, 1H 实现营业收入 32.3 亿元, 同比增 15.2%; 扣非后净利润 2.96 亿或 EPS=0.54 元, 同比增 11.75%, 符合市场预期。公司预计前三季度净利润增速在 0-30% 之间。

■ 百货收入增 16%, 奥特莱斯店继续发力

虽然上半年消费环境整体低迷, 但公司立足于需求相对旺盛的湖南区域市场, 且高端百货竞争优势明显, 保持了高于行业的收入增速。1H 百货、家电分别实现收入 30.1/1.4 亿元, 增速 16%、-7%, 报告期内无宾馆业务收入。由于友谊商城店于 5 月开始闭店装修, 2Q 零售业务收入 13.6 亿, 同比仅增 9.1%。友谊商城以外的两大主力门店均实现了 10% 以上的同店增长, 新业态奥特莱斯店继续展现强大集客功能, 1H 收入增速约 50%, 我们预计全年销售收入将超 7 亿元。

■ 毛利率降 1.4 个百分点, 费用管控到位

由于奥特莱斯收入占比提升, 1H 公司百货业务毛利率 16.2%, 较去年同期降 1.67 个百分点; 家电板块毛利率 6.9%, 略增 0.6 个百分点; 零售整体毛利率 15.8%, 降 1.44 个百分点。1H 公司期间费用率 6.7%, 较去年同期降 0.14 个百分点, 折旧摊销、人力、租赁和广告费率均稳中有降, 因计提股权激励费用 976 万致其他费用率增 0.3 个百分点。虽然公司过去几年一直严控物业、人力成本, 但随着基层员工薪酬水平的刚性上升, 我们认为全年人力费用率将小幅提升。

■ 担保业务增长强劲, 金融板块 (含投资收益) 利润贡献超 17%

小贷、担保业务分别实现收入 3395、532 万, 其中担保收入大增 154% (因去年年初成立处于起步期), 两项业务合计贡献净利润约 2600 万元。长沙银行分红 2348 万, 加上资兴浦发村镇银行分红合计投资收益 2522 万。估算金融整体利润占比超 17%, 预计未来几年仍将保持较快增长, 对公司业绩形成重要补充。

■ 百货进入快速扩张期, 短期业绩或承压

为应对同店趋缓和抵御竞争对手进入, 公司加快了扩张步伐。未来三年新增重资产项目包括五一广场地下购物中心、友谊 AB 馆扩建项目、邵阳购物中心、天津滨海奥特莱斯、郴州店、国货陈列馆等, 合计建筑面积超 25 万平, 预计资本开支超 30 亿元。虽然天津、郴州项目的住宅结算将补充投资现金流, 但随着消费增长放缓和外来竞争的加剧, 老店或难维持前几年的高增长, 新店扩张带来的资本开支和培育期亏损将对公司近几年的业绩形成一定压力。

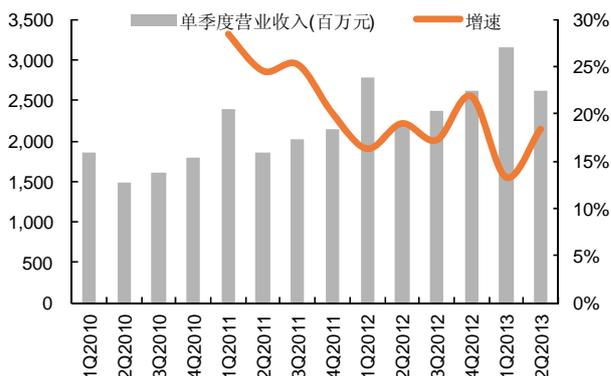
■ 预计 13-15 年 EPS=0.73、0.86、0.95 元, 维持“推荐”

我们预计 13-15 年公司分别实现营业收入 64.5、79.8、94.4 亿元, 剔除地产结算收入, 同比增速分别为 11.1%、17.1%、20.1%, EPS=0.73、0.86 和 0.95 元, 对应 PE 分别为 12.3X/10.5X/9.5X, 维持“推荐”评级。

■ 风险提示: 同店增速显著放缓; 新店培育情况低于预期。

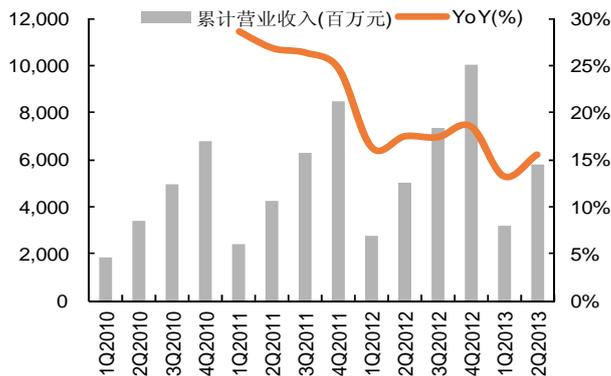
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	4,741	5,717	6451	7976	9404
YoY(%)	33.0	20.6	11.3	23.6	17.9
净利润(百万元)	290	376	409	478	527
YoY(%)	34.4	29.4	8.7	16.9	10.4
毛利率(%)	17.6	17.4	18.5	19.6	18.6
净利率(%)	6.1	6.6	6.3	6.0	5.6
ROE(%)	15.2	16.6	15.3	15.2	14.4
EPS(摊薄/元)	0.52	0.67	0.73	0.85	0.94
P/E(倍)	17.3	13.3	12.3	10.5	9.5
P/B(倍)	2.6	2.2	1.7	1.4	1.2

图表1 公司季度营业收入及增速



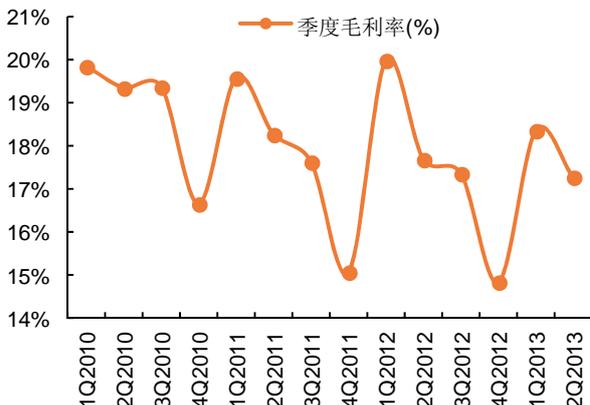
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计营业收入及增速



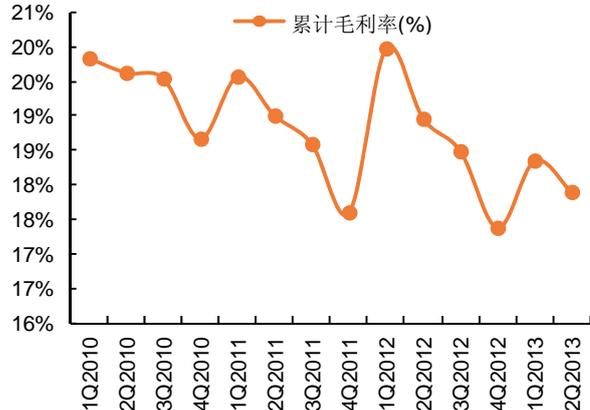
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



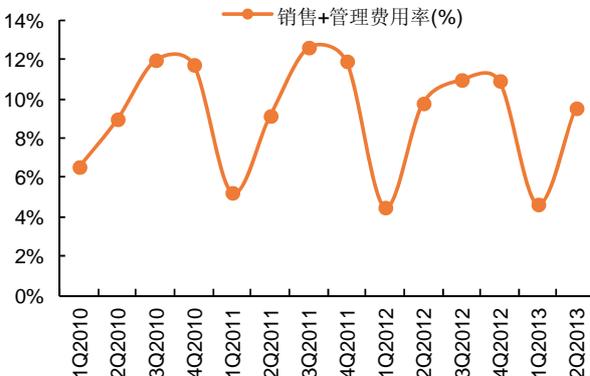
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度累计毛利率



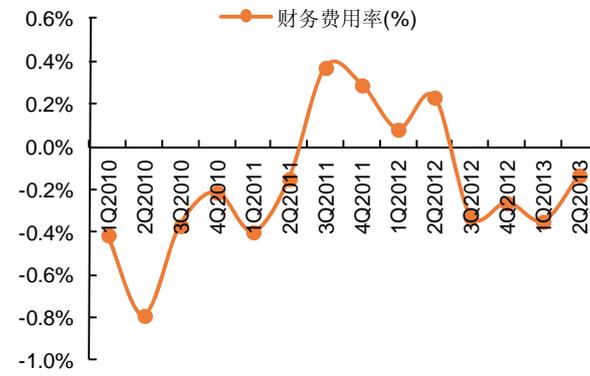
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司单季度销售+管理费用率



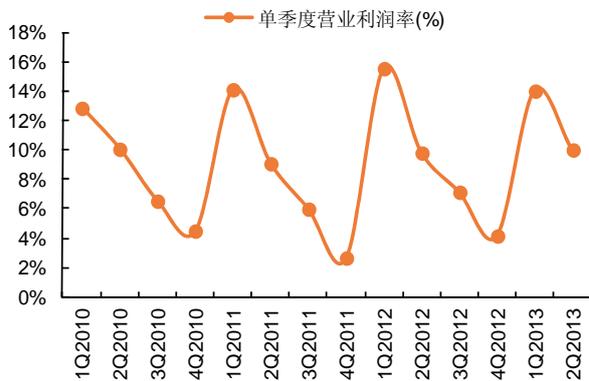
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司单季度财务费用率



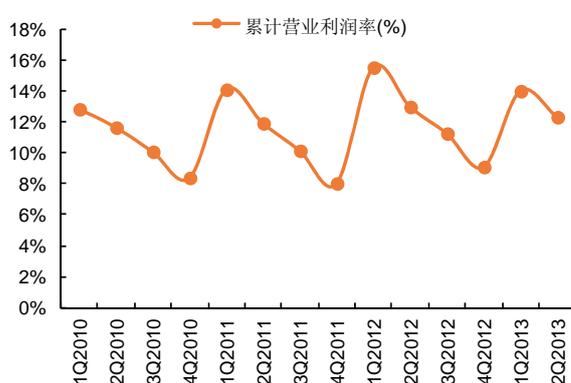
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司单季度营业利润率



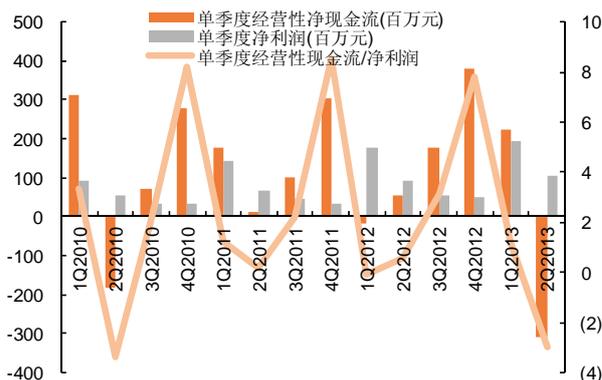
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表8 公司单季度累计营业利润率



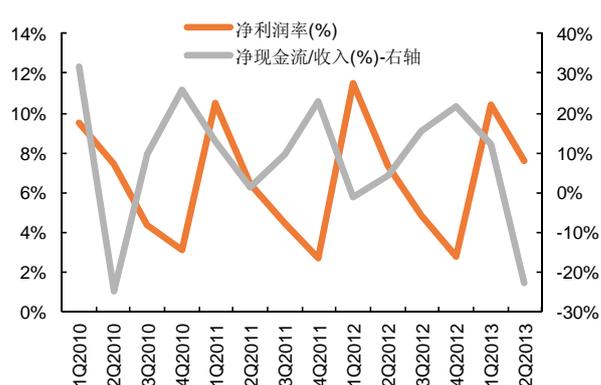
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表9 公司单季度经营性现金流与净利润



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表10 公司净利润率、净现金/收入比



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2758	2702	2871	3598
现金	1753	1629	1601	2121
应收账款	27	32	40	47
其他应收款	35	65	80	94
预付账款	148	158	192	230
存货	608	631	769	918
其他	188	188	188	188
非流动资产	2422	3481	4340	4404
长期投资	228	228	228	228
固定资产	927	1034	1663	2792
无形资产	354	354	354	353
其他非流动资产	913	1865	2096	1031
资产总计	5180	6183	7211	8002
流动负债	2516	3100	3618	3854
短期借款	100	0	0	0
应付账款	727	1145	1094	995
其他流动负债	1689	1955	2524	2859
非流动负债	57	57	57	57
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	2
负债合计	2574	3157	3676	3911
少数股东权益	346	355	385	413
股本	559	559	559	559
资本公积	614	614	614	614
留存收益	1088	1498	1977	2505
归属母公司股东权益	2607	3025	3535	4091
负债和股东权益	5180	6183	7211	8002

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	595	1185	1014	809
净利润	376	410	480	528
折旧摊销	125	162	190	237
财务费用	-4	13	20	21
投资损失	-32	-36	-36	-41
营运资金变动	-30	616	322	28
其他经营现金流	160	20	39	37
投资活动现金流	-129	-1186	-1014	-259
资本支出	-490	-1222	-1050	-300
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	361	35	36	41
筹资活动现金流	-585	-123	-28	-30
短期借款	100	0	0	0
长期借款	0	0	0	1
普通股增加	209.52	0	0	0
资本公积增加	-181	0	0	0
其他筹资现金流	-713	-123	-28	-31
现金净增加额	-110	151	281	184

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5794	6451	7976	9404
营业成本	4723	5256	6412	7652
营业税金及附加	65	77	96	113
营业费用	217	248	342	386
管理费用	293	328	454	533
财务费用	-4	13	20	21
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	1
投资净收益	32	36	36	41
营业利润	530	564	688	741
营业外收入	-3	1	1	0
营业外支出	0	0	0	1
利润总额	527	565	689	742
所得税	136	147	179	185
净利润	391	418	510	556
少数股东损益	5	8	31	28
归属母公司净利润	376	410	480	528
EBITDA	530	564	688	741
EPS (元)	0.67	0.73	0.86	0.95

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	21.2%	11.3%	23.6%	17.9%
营业利润	38.8%	6.4%	22.0%	7.7%
归属于母公司净利润	29.4%	9.0%	17.0%	10.1%
获利能力				
毛利率	18.5%	18.5%	19.6%	18.6%
净利率	6.5%	6.3%	6.0%	5.6%
ROE	16.6%	15.4%	15.2%	14.4%
偿债能力				
资产负债率	49.7%	51.1%	51.0%	48.9%
净负债比率	-63.4%	-53.8%	-45.2%	-51.8%
流动比率	1.10	0.87	0.79	0.93
速动比率	0.85	0.67	0.58	0.70
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	262.5	218.3	221.1	216.4
应付账款周转率	9.2	6.9	7.1	9.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.67	0.73	0.86	0.95
每股经营现金流	1.1	2.1	1.8	1.4
每股净资产	4.7	5.4	6.3	7.3
估值比率				
P/E	10.8	13.3	12.3	10.5
P/B	2.5	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	2.3	9.4	9.4	8.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257